

学校编码: 10384 分类号密级

学号: 15620131154368 UDC

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

基于动态模型的国有控股上市公司资本结构影响因素研究

Research on the Effect Factors of Capital Structure of
State-owned Firms Base on the Dynamics Adjustment Mode

刘永恺

指导教师姓名: 郑 鸣 教授

专 业 名 称: 金融学

论文提交日期: 2016 年 10 月

论文答辩时间: 2016 年 8 月

学位授予日期: 2016 年 10 月

答辩委员会主席:

评阅人:

2016 年 10 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（
）课题（组）
的研究成果，获得（
）课题（组）经费或实验室的
资助，在（
）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

研究上市公司的资本结构对提高企业盈利、企业的股权价值、企业营运能力、企业决策等都具有重要意义。从 MM 理论开始,越来越多的学者开始研究资本结构理论,同时随着企业的现代化发展,资本结构理论也在不断变化,目前国外已经形成了相对完善的理论体系。政府引导和银行主导是我国金融体系的两大特征,在此背景下,本文首先从国内外关于资本结构研究的文献综述出发,包括优序融资以及权衡资本结构理论等,归纳总结了影响资本结构的各类因素,在理论分析的基础上,选择我国国有上市公司作为样本,构建公司资本结构与其影响因素的衡量指标,其中资本结构的衡量指标从三个角度构建,分别由总体负债、无息负债以及有息负债衡量,利用国有上市公司面板数据的动态调整模型进行实证分析,用固定效应回归研究各类因素对资本结构的影响、资本结构的偏离度和不同行业的调整速率。

研究结果表明,资本结构的三个衡量指标中,国有上市公司资本结构受到盈利能力、公司规模、成长能力、盈利能力、流动性、市值、宏观环境、预算软约束和漏损程度等因素共同的影响。无息资产负债以及总体资产负债与盈利能力、流动性等呈显著的负相关关系,与公司规模、非债务税盾、成长性和行业均值等其他因素呈正相关关系;有息负债率与非债务税盾、盈利能力、流动性以及漏损程度呈显著负相关关系,与公司规模、成长性以及行业均值呈正相关关系。而总体资产负债率的调整速率是 0.53,高于非国有性质企业。此外模型中加入对金融漏损现象以及预算软约束的考虑,发现两者对国有上市公司的资本结构也存在着一定的影响。对于实证结果的分析,本文采用资本结构权衡理论和优序融资理论结合的方式,共同解释国有企业资本结构的特征。最后,本文基于国有企业实际存在的问题,对国有企业公司的治理和改善提出了相关建议。

关键词: 资本结构; 国有上市; 动态调整

Abstract

From the beginning of the MM capital structure theory, capital structure theory research began more and more popular. Theoretical research with the development of modern enterprise constantly changing, has formed a relatively mature theoretical system in foreign countries. Under the special financial system background, the paper summarized the research capital structure and according to the pecking order theory of capital structure, trade off theory and agent cost theory, the paper use Chinese state-owned listed company's financial data as samples to build dynamic panel data fixed effect partial adjustment model to estimate the parameter, focused on researching the profitability, company size, growth, profitability, liquidity and other factors on the capital structure of listed companies impact.

Empirical evidence shows that broad capital structure of state-owned listed companies affected by various factors. liability without interest to assets and total liabilities to assets is a negative correlation to the company size profitability, liquidity and industry mean, except that non-debt tax shield, the industry mean and growth show the positive relations; liability with interest is negatively correlated with non-debt tax shield, profitability and liquidity company size. Meanwhile, adjust speed of the overall capital structure was 0.53 higher than expected. this paper use the trade-off theory of capital structure and pecking order theory to explain the empirical analysis, that although state-owned enterprises can't fully comply with trade-off theory assumptions, but trade-off theory can explain the characteristics of Chinese state-owned enterprise capital structure within a certain range. Finally, based on the actual existence of state-owned enterprises' unreasonable capital structure, we find that agent cost is too high to improve state-owned enterprises performance. Based on these, we put forward relevant proposals to solve it.

Keywords: Capital Structure; State-owned Firms; Dynamic Adjustment

目录

导论.....	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 研究内容、方法、结构安排	2
一、研究结构和内容.....	2
二、研究问题.....	2
三、研究思路.....	3
四、本文可能的创新.....	3
五、研究局限.....	4
第一章 文献综述	5
第一节 资本结构理论研究综述	5
第二节 资本结构影响因素国内外文献综述	7
一、公司规模.....	7
二、成长性.....	8
三、盈利性.....	9
四、行业因素.....	9
五、流动性.....	10
六、非债务税盾.....	11
第三节 动态资本结构理论	11
一、国外资本结构动态调整的研究.....	11
二、国内资本结构动态调整的研究.....	12
第二章 国有企业背景与特征	14
第一节 国有企业资本结构现状	14
一、债券融资规模增长迅速.....	14
二、负债结构不合理，偿债能力差.....	16
三、银行贷款仍是主要融资渠道.....	17
第二节 我国国有企业存在的问题分析	18

一、预算软约束问题.....	18
二、国有企业漏损的现象.....	19
三、市场竞争机制不健全.....	19
第三节 国有企业改革简要回顾	20
第三章 实证研究结果与分析	22
第一节 理论模型和设计	22
第二节 理论分析和研究假设	23
第三节 样本选择与数据来源	26
第四节 国有控股资本结构动态调整的实证检验	27
一、因变量描述性统计.....	27
二、实证结果.....	32
第四章 总结和建议	39
第一节 总结	39
第二节 建议	40
一、建立完善的员工激励监督机制，减少漏损问题.....	40
二、减少政府干预，提升企业的财务预算约束力.....	41
三、增强企业自我资本积累能力.....	41
四、构建有效信息披露机制.....	42
参考文献.....	43
致谢语.....	46

Contents

Introduction.....	1
Section 1 Background and Significance of Research.....	1
Section 2 Research Contents, Method and Structure Arrangement.....	2
1.Research Structure and Contents	2
2.Research Questions	2
3.Research Ideas	3
4.Possible Innovations	3
5.Research Limitations	4
Chapter 1 Literature Review	5
Section 1 Review of Capital Structure Theory.....	5
Section 2 Capital Structure Influencing Factors Domestic and Foreign Literature Review	8
1.Company size.....	8
2.Growth	9
3.Profitability	10
4.Industry Factors	10
5.Mobility.....	10
6.Non-debt Tax Shield	11
Section 3 Synamic Capital Structure Theory	11
1.Study on Dynamic Adjustment of Foreign Capital Structure	11
2.Research on Dynamic Adjustment of Domestic Capital Structure.....	12
Chapter 2 The background and characteristics of The State Owned enterprises.....	14
Section 1 The Status of Capital Structure of State Owned Enterprises	14
Section 2 The Problems of Chinese State-owned Enterprises.....	18
1.Soft Budget Constraint Problem	18
2.Financial Leakage Phenomenon	19

3. Market Competition Mechanism isn't Perfect	19
Section 3 The Reform of State-owned Enterprises	20
Chapter 3 The Empirical Results and Analysis	22
Section 1 Theory Model and Design	22
Section 2 Theoretical Hypotheses	23
Section 3 Sample Selection and Data Sources	26
Section 4 The Empirical Test of The Dynamic Adjustment of The State Holding Capital Structure	27
1. Dependent Variable Descriptive Statistics	27
2. Empirical Results	32
Chapter 4 Summarizes and Suggests	39
Section 1 Summarizes	39
Section 2 Suggests	40
1. Establish a Sound Incentive and Supervision Mechanism of Staff	40
2. Establish a Trade Union or Employee Director System	41
3. Enhance Enterprise's Ability of Self Capital Accumulation	41
4. Construction of Effective Information Disclosure Mechanism	42
Reference	45
Acknowledgment	46

导论

第一节 研究背景与意义

上市公司的资本结构研究对提高企业盈利、企业的股权价值、企业营运能力、企业决策等都具有重要意义。国外发达资本主义国家对于上市企业资本结构的研究十分完善而且深入，尤其是在 MM 理论被提出以来，许多研究逐渐通过放宽税收假设、信息不对称性假设以及完全市场假设等，来对资本结构的影响因素进行深入的研究，并且形成了一套比较成熟的理论体系。

当前，虽然海外关于资本结构理论的研究已经趋于完善，但其中大多数的理论研究都是以发达的资本市场为基础，针对发展中国家资本市场的研究仍然比较少有，特别是在具有中国特色的市场中更少。由于我国仍然处在经济转型的重要阶段，资本市场的各项机制尚未成熟，政府的干预依然对市场具有巨大的影响。在这样一个特殊的经济环境下，虽然国外资本结构理论的研究成果可以为中国资本市场的研究提供一定的借鉴，但是并不能完全适用和用于解释中国上市公司的诸多现象。我国国有企业发展本身由于历史遗留问题具有特殊性，在资本结构方面依然有着许多非正常的现象，比如国有上市公司存在的产权不清、“责、权、利”相分离、社会负担重和激励约束机制不完善等。此外国有上市公司的管理层经营目标不明确，追求自我利益的最大化，导致在激励以及代理方面存在着严重的问题。在此背景之下，对于国内资本结构影响因素的实证结果与国外的理论研究结果会存在一定的差异。

但理论上而言，资本结构是由外部和内部等多方面因素决定，外部因素包括宏观经济环境、国家政策以及税收制度等，内部因素包括公司自身治理能力和管理层行为背景特征等。因此虽然不同背景下的资本市场存在差异，但目前的现代主流资本结构理论对中国公司资本结构也仍然具有一定解释能力。

本文结合中国特色的制度背景对我国国有上市公司进行资本结构动态调整实证研究，研究国有上市公司资本结构特征与其影响因素的关系，并且采用现代

资本结构主流理论对实证结果进行分析和解释,进而提出目前我国国有上市公司资本结构中存在的问题,并据此提出相关的优化和改善意见,以促进我国国有上市公司健康有效的发展。

第二节 研究内容、方法、结构安排

一、研究结构和内容

第一章是绪论。本章节主要对本文的研究意义、研究内容和结构以及研究局限和创新等作一个简单的概述。

第二章是理论回顾与文献综述。第一节主要介绍资本结构理论的发展,并且对 MM 理论、优序融资理论、权衡理论、代理理论和市场择机理论等主流理论的观点做了简单的介绍。第二节主要回顾国内外资本结构影响因素文献,归纳文献中对影响因素实证研究的不同结果,并对实证结果存在差异的原因进行解释。第三节主要是本文所运用的调整动态模型的相关文献的概述,通过文献解析国外对于动态调整模型研究的依据,再者通过国内动态调整文献说明该模型在中国的适用性和过去研究成果。

第三章是国有企业背景 and 现状概要。本章通过描述国有企业资本结构特征、国有企业存在的问题以及国有企业改革历程三个角度来简单介绍国有企业目前的所处背景和现状。

第四章是实证研究和结果分析。本章由模型设计、样本和变量的选择、数据的描述性统计、实证结果分析四个部分组成。

第五章是全文总结和建议。在实证结果的基础上,结合我国特殊的制度背景,本文对国有企业的资本结构特征进行一个全面的分析和总结。再根据我国国有上市公司存在的相关问题,提出有效建议。

二、研究问题

本文主要研究四大问题:一、探讨影响我国国有上市公司最优资本结构的因素,以及这些因素对最优资本结构的影响结果;二、测算国有企业的资产负债的

调整速率数值；三、根据国有上市公司的实证结果，分析无息和有息负债率的异同；四、解释我国国有上市公司的资本结构特点，利用资本结构相关理论进行解释并且提出有效的改善方案。本文主要研究资本结构问题，而这个问题大体来说是负债权益的比例问题，即负债在公司全部资本中所占的比重。本文中所指资本结构使用有息负债、无息负债以及总负债与总资产的比值来分别测算。

三、研究思路

本文对资本结构、成长性、公司规模、非债务税盾、行业因素、盈利能力等相关影响因素的国内外资本结构相关文献进行了回顾梳理，借鉴前人的研究成果分析了资本结构及其影响因素，提出了本文的假设，建立多元非线性回归模型，从资本结构、成长性、公司规模、非债务税盾、行业因素、盈利能力、市值、应收账款、预算软约束和宏观经济这 10 个方面的影响因素选取 10 个代表性指标作为解释变量，以不同特性的资产负债比率作为被解释变量，用行业资本结构均值作为划分行业特性的标准，对国有上市公司全样本进行固定效应回归分析。样本数据来源方面，本文选取了 2005-2014 年 A 股国有上市公司作为样本数据。对国有上市公司资本结构与影响因素的指标进行描述性统计、相关性分析和回归分析，然后进一步研究各个因素对资本结构的影响关系是否有差异。最后为检验权衡理论和优序融资理论的适用性提供依据。

四、本文可能的创新

（一）建立动态调整模型，研究国有上市公司资本结构。与静态模型相比，由于本身资本结构的调整是个动态的过程，基于动态调整模型的研究更符合现实情况，能更好的拟合资本结构的调整路径。近些年，不少学者也都在关注资本结构的动态调整模型，本文以公司特征为变量的多元非线性函数作为目标资本结构模型，运用固定效应估计的方法估计动态模型，研究我国国有上市公司资本结构。

（二）以无息负债率、有息负债率以及总体负债率作为研究对象，结合我国资本结构特点以及特殊的金融制度背景，对影响因素的实证结果做出合理的解释。测算不同行业之间的调整速率以及回归估计资本结构偏离度的影响因素并且进

行分析和解释。

（三）在模型中加入对漏损和预算软约束的考量，并且联同多个影响因素对国有企业资本结构的特点进行分析研究。

五、研究局限

本文在理论分析的基础上实证研究了沪深两市 A 股国有上市公司的资本结构动态调整的影响因素，由于本人能力有限，也存在一定的局限与不足：

（一）本文选取了 2005 年至 2014 年期间沪深两市 A 股国有上市公司的数据进行实证检验，选择的样本时间跨度较长，没有进一步对时间进行划分，但不同时间段内的政策形式以及宏观经济会存在差异，因此结果也可能存在差异。

（二）本文模型由于引入了滞后项，在回归结果中存在一定的内生性问题，固定效应模型的回归存在短面板的偏差，有向下偏误。

（三）国外资本结构理论研究大多是在长期资产负债的基础上提出，而本文中以无息负债作为因变量进行回归分析可能存在一定不适用性。

（四）文章中以应收账款比总资产作为漏损的代理变量有存在一定的误差，且资本结构偏离度的回归结果的也不够理想，因此这块内容的研究还有待改善。

第一章 文献综述

第一节 资本结构理论研究综述

资本结构又被称为财务杠杆,分为广义和狭义资本结构。广义的资本结构指的是总资本构成比率的关系,即包括有息负债水平,又包括无息负债水平。而狭义资本结构指的是各类有息资本结构比率的关系。通常情况下,无息负债在整个资金总量中所占比重相对不稳定,对企业综合资本成本和企业价值的影响较弱,而且也难以把握其资本成本的变化。因此,在研究资本结构时,主要是研究狭义资本结构。然而在描述统计中发现,在中国无息负债在资本结构中占有很大的一个比率。谭小平(2007)^[1]指出发达国家企业的长短期资产负债率大多数属于持平状态,而中国上市公司表现出的则是极其倾向于具有高流动性的短期负债。依照数据描述性统计分析,长期借款仅占总负债的比率 9.81%,而长期应付债券的比率则更小,仅占 0.17%,甚至有 13.68%的上市公司根本就不使用长期债务融资,因此本文以广义资本结构作为研究目标,研究无息和有息资产负债的影响因素的差异。

资本结构理论最早要追溯到 Durand (1952)^[2],他在当时提出资本结构与公司价值相关的净收益理论,该理论认为负债的比率越高,企业的价值越大,两者直接呈正相关关系。而 Modigliani 和 Miller (1958)^[3]利用严密数学推导证明在一个免税、零交易成本和破产成本的完全有效市场条件假设下,资本结构与公司价值不具有关系,因此不存在最优资本结构,但是该理论是以不考虑公司所得税,以及完全资本市场为前提假设下得出的结论,与现实情况存在很大的差异,现实中并不存在完全市场,并且公司税收不可回避。因此 Modigliani 和 Miller(1963)^[4]对他们的理论进行了修正,建立了一个包含公司所得税和个人所得税在内的模型,由于负债可以减少公司的税收从而增加公司价值,因此存在最优资本结构,公司的负债率越高,公司价值越大。然而,修正后的 MM 理论虽然考虑了负债带来的减税带来的收益,却不曾考虑负债导致的破产风险和额外交易成本费用。

自从 MM 理论之后,出现了大量关于最优化资本结构的理论和实证研究。Kraus 和 Litzenberger (1973)^[5]在此基础上提出权衡理论,认为公司目标资本结

构是由债务税盾带来的减税收益和债务导致的破产成本或代理成本等相互作用达到平衡时决定，当公司增加负债时不仅有抵扣税收给提升公司价值，而且会增加公司的代理成本和破产成本，因此在两者边际的交点处得出最优资本结构。Warner (1977)^[6]提出当负债增加所带来的减税收益等于其所产生的调整成本时，公司可以取得一个最优资本结构。并且他们的观点最后得到 Fama (1970)^[7]，Fama 和 French (2002)^[8]以及 Morellec(2012)^[9]等多名学者的实证支持。权衡理论意味着一家盈利的成长性好的公司提高公司负债率会获得比一家盈利差负债高的公司更高的公司价值。对比 MM 理论的假设条件，权衡理论更加的贴近现实的情况。权衡理论也因此成为当时现代资本结构理论的主流学派。然而该理论后来也受到米勒的批评：破产成本的大小既不足够平衡抵税收益，就算在市场均衡条件下也不能够抵税利益。而且这个理论仍不能很好的解释为什么大部分盈利性好的公司负债低或者没有能够回答为什么公司在相同的税率下会有不同的资本结构。

Jensen 和 Meckling(1976)^[10]的委托-代理理论是现代“所有权”和“控制权”分离后形成的，理论认为最优的资本结构可以提高公司价值，而过度的负债却会损害股东权益。由于代理人和委托人的利益冲突，为了保证代理人能充分代表所有者利益，公司会产生代理成本。同样的债务发行在债权人和所有者之间也存在代理关系，公司所有者更加关心风险投资的收益，而债权人却更加关心债务的安全。当公司债务过重时，债权人需要更高的监督成本，从而会要求更高的利率，最终这种代理成本要由股东承担，因此，债务过高会导致股权价值降低，适度的债务有助于增加股权价值。Harris 和 Raviv (1991)^[11]验证了代理成本的假设，他们表示代理成本与资本结构有着相互影响的关系。Berger 和 Udell (2006)^[12]提出高负债的公司倾向于通过减少或转移来控制风险，以达到减少代理成本。

Ross(1977)^[13]在非信息对称理论的基础上通过研究分红股利信息传递效果研究资本结构，该研究主要针对成熟的资本市场，做出四个基本假设：一是公司管理者发出的信号真实有效；二是经营业绩好的企业模式不会轻易受到其他公司的模仿，即模仿门槛较高；三是公司发出的信号具有现实意义且可被观察到；四是传递信息方式需要的成本最低，在此基础上企业传递的所有信息可以完整的对公司未来的资本结构进行预期。

Myers 和 Majluf (1984)^[14]在 MM 理论基础上提出优序融资理论，该理论放开

了非信息对称假设,认为在非对称信息的情况下公司管理层比外部投资了解更多的公司经营状况。因此当上市公司需要融资时,企业会首先考虑进行内部融资,当内部融资不足时,才会选择以债务的方式进行融资,由于外部融资的方式相对成本较高,而且会引起外部投资者质疑企业运营能力,而企业可以通过内部融资对外表达积极的信息。其次是通过债务融资满足企业资金需求,一方面债务融资可以给企业抵扣税收的作用,而且对企业的约束能力较小,另一方面债务融资的成本低于股权融资,融资较为容易。最后才是利用股权的方式融资,股权融资可能会导致企业所有者失去企业控制权,只有当内部融资和债务融资满足不了企业资金需求或股价估值较高时,企业才会进行股权融资。同时该理论解释了权衡理论不能解释的资本结构特殊现象,盈利能力与资产负债负相关的原因。

Stein(1996)首次提出了一个新的假设,“市场择时假设”,即当公司的股价被投资者过度的高估的时候,企业管理者会在股票市场上出售企业股权。相反当公司的股价被投资者过度的低估的时候,企业管理者会在股票市场上回购股票。Baker 和 Wurgler (2002)^[15]提出理论市场择时理论(The equity market timing theory),理论认为股价的波动会影响公司的资本结构,因此该理论认为企业的资本结构不存在最优化,企业的资本结构是由企业在资本市场上通过择机交易行为累积后的结果。市场择机理论从企业管理者在资本市场的交易行为来解释资本结构,企业管理者通过市场使企业价值最大化,为解释资本结构的决策开辟了一个新的角度。Frank 和 Goyal(2009)^[16]则认为该理论能够预测并且影响资本结构,但是股票价格并不是资本结构唯一的影响因素,因此仍然存在最优资本结构。Kayhan 和 Titman (2007)^[17]认为市场择机的选择行为只对短期资本结构产生影响。在后续研究中, Bayless 和 Chaplinsky(1996)等多人证明,基于对西方企业资本结构与融资选择行为的观察和实证后,发现公司在股价高的时候增发,而在股价低的时候公司会进行回购的融资选择特征。

第二节 资本结构影响因素国内外文献综述

一、公司规模

受到上述的各种理论的启示,产生了大量关于资本结构影响因素的实证研究。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.